

# 房地产泡沫中的货币政策

杭州/周世成 福建厦门/李 鹏



资产价格泡沫是金融史上经常出现的现象,从早期荷兰郁金香狂热(1636-1637年)、巴黎密西西比和伦敦南海股市崩盘(1719-1720年)到近年来的东南亚经济危机,都是泡沫现象。所谓“泡沫”一般是指资产价格大幅偏离经济基础条件(实际价值)的上升。房地产泡沫的形成是指房地产价格脱离其基础价值而持续上涨的过程和状态,是房地产行业内外因素共同作用的结果,一般认为房地产泡沫就是房地产价格高于市场基础决定的合理价格的部分。

房地产泡沫的长期存在可导致经济结构和社会结构失衡。一方面导致投资预算增加,造成公共投入相对缩减和经济结构失衡;另一方面,城市地价持续高涨,使得本来就稀少的土地大量闲置或低度使用,土地投机的倾向日益凸现,人们之间的资产差距越来越大,导致社会分配新的不公。此外,由于房地产泡沫导致房地产开发商和购房者向银行的消费

贷款越来越多,银行的包袱也越来越大,泡沫一旦破灭,将会造成房地产价格下跌,使银行不良贷款大幅增加,从而诱发金融危机和经济危机,造成社会动荡。

## 日本泡沫经济中的货币政策

20世纪80年代末到90年代初,是日本泡沫经济的形成和发展时期,资产价格大幅度上升,货币供应量和信贷规模不断膨胀,经济活动过热;进入20世纪90年代,经济泡沫崩溃,资产价格急剧下降,导致大量不良债权,金融机构经营状况恶化,经济陷入长期低迷的局面。许多学者认为,日本80年代后期泡沫经济的产生是由货币政策失当造成的。

对日本泡沫经济形成中的货币政策,学术界较为一致的观点是:日本80年代后期过于宽松的货币政策直接推动了经济“泡沫”的产生;而80年代末和90年代初紧缩的货币政策也不合时宜地带来了泡沫的破裂,货币政策应该对日本经济的过度波动承担一定责任。但是,货币政策的不当并不能简单地归结于货币当局的操作失误,因为当时日本货币当局的独立性相对较弱,货币政策的制定、实施既受到对外经济政策协调(如美日经济摩擦、日元升值等因素)的制约,又受到国内均衡财政政策及其自身目标选择的制约,回旋余地很小。因此可以说,“泡沫”的产生一方面源自日本中央银行制度,另一方面则是整个宏观经济政策判断和协调失误的结果。

## 我国房地产泡沫中的货币政策

近年来,关于我国房地产行业泡沫的争论日益白热化,政府官员、地产商人和经济学家对房地产是否存在泡沫以及存在多大泡沫分歧较大。许多经济学者认为,我国房地产存在明显泡沫,任其发展将带来极大的金融和经济风险;而一部分经济学者、政府官员和房地产开发商则认为,房地产价格和投资增长是由居民有效需求引致的,并不存在泡沫;建设部2004年公布报告认为,房地产价格存在一定泡沫,但金融风险尚在可控范围之内。上述观点究竟孰是孰非尚待考察,因此对我国房地产“泡沫”问题进行探讨很有必要。

1.对我国房地产泡沫的判定。房地产泡沫的判定在理论上有关方差上限检验、游程检验和价格指数检验等方法。但由于目前我国的房地产市场机制不完善,获取真实的数据较困

难,而且尚未编制全国性的房地产价格指数。因此,我们主要根据以下指标对我国房地产泡沫进行综合判定:

从房地产投资角度看。近年来,房地产投资占固定资产投资的比重稳步上升,2004年房地产开发投资额已经占到固定资产投资总额约18.7%。全国房地产开发投资增长率从1999年就已高于全社会的投资增长率,而且房地产开发投资增长倾向于中高端住宅、办公和营业房地产开发。以住宅房地产为例,自2001年以来住宅房地产开发中经济适用房和廉租房比例逐年降低,2004年仅占总住宅房地产开发投资的7%左右。

从房地产价格水平看。近几年,房地产价格全面上涨,且上涨速度过快。此外,房价收入比(住房消费占居民收入的比重)是衡量房地产泡沫一个较好的综合指标。根据国际标准,发展中国家一般房价收入比为4:1-6:1,2004年我国整体房价收入比约为7.7:1,略高于国际标准。但我国地区之间房地产价格水平上涨不平衡,北京、上海、深圳房价收入比都已达到或超过12:1,远远高于警戒线水平。

从房屋使用角度看。房屋空置率是衡量房地产产品是否相对过剩较具说服力的指标。一年以上商品房空置率偏高,说明房屋生产相对过剩,产品积压严重。国际房地产“泡沫”空置率的控制警戒线为10%。我国房屋销售面积已逐年升高,但是同时房屋销售面积与竣工面积之间的差距仍然没有缩小。2003年全国的商品房空置面积达到1.33亿平方米,空置率达到26%,尽管2004年全国商品房空置面积比2003年下降8.3%,为1.23亿平方米,但其中空置一年以上的仍占50.8%,空置率为21%左右,仍然大大高于国际警戒线水平。

从房地产市场的资金来源角度看。我国房地产资金主要来源于银行贷款,主要形式是开发商开发贷款和个人买房抵押贷款。2004年金融机构房地产开发贷款为7657亿多元,同比增长64%,这其中还没有包括通过信托产品进入的资金。可见社会资金流向主要是房地产业,这也诱发了房地产业的经济泡沫。

综合分析上面的指标,可以推断出我国房地产业的繁荣,并不完全是由有效需求拉动的,而是存在过度开发、房价过高、房屋空置面积过大等现象,说明房地产业存在较大的经济泡沫,而且该泡沫随着房地产市场银行信贷而大幅增加。

2.我国的货币政策及评价。最早对房地产价格异常波动作出反应的是中国人民银行。针对房地产价格不断上涨、信贷异常膨胀的现象,人民银行于2003年6月出台了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》,要求商业银行进一步落实房地产信贷政策,防范房地产信贷风险,促进房地产金融健康发展。人民银行的这一政策引起全社会尤其是开发

商们的强烈反响。同年9月,国务院出台政策,强调将房地产业定位为国民经济支柱产业,国务院各部委对人民银行的“通知”不以为然。因此,人民银行的货币政策调控没有产生预期效果,房地产价格反而加速上场。两年后,政府虽然也做了很多工作,但房地产的“泡沫”却有增无减。

直到2005年3月召开的“两会”上,国家才公开表达了政府对不断攀升的房地产价格的深切忧虑。3月26日,国务院颁布了《关于切实稳定住房价格的通知》,俗称“国八条”。4月30日,七部委提出做好稳定住房价格工作的意见。市场对此“七部委意见”反响巨大。即便如此,仍是“涨”声一片,2005年前三个季度全国住宅房地产平均价格比2004年同期仍分别上涨了15.93%、10.46%和14.67%。

从人民银行的货币政策措施来看,其调控房地产价格和信贷膨胀不可谓不努力,但是实际效果却非常有限。究其原因,既有外在的客观制约因素,也有自身调控能力和水平的问题。具体来讲,第一,2003年中以来,货币政策决策受到来自各个方面前所未有的压力,货币政策的权威性受到空前挑战;人民银行的一系列货币政策信号不断受到来自各方面的“噪音”的干扰,尤其是被一些政府部门和相关官员的声音所淹没,货币政策可信度大打折扣。第二,近几年外汇储备剧增,为维持人民币汇率稳定,央行通过外币的公开市场操作,投放了巨额的基础货币。在央行缺乏可流动资产的情况下,冲销干预的效果不明显。第三,人民银行专司央行职能时日尚短,又面临复杂的转轨经济环境,无论是调控经验还是可供使用的政策工具均显不足。因此,央行的货币政策在房地产泡沫调控中效果不好便在情理之中。

#### 日本泡沫经济的启示与我国货币政策建议

总的来看,除同样包含经济泡沫外,日本上世纪80年代后期的宏观经济环境和当前我国所面临的情况有很多相似之处。因此,借鉴日本对房地产泡沫的治理经验,对指导我国当前房地产泡沫下的货币政策具有重要意义。

1.日本“泡沫经济”的启示。日本泡沫经济时期不当货币政策的教训告诉我们,在升值压力下,过于追求外部均衡的扩张性货币政策会导致资产价格泡沫等更为严重的国内经济失衡,这与我国当前宏观经济环境十分相似。从汇率制度上看,尽管2005年7月21日人民币汇率升值了2%,但这并没有达到市场对于人民币汇率升值的预期,人民币仍然面临着较大的升值压力。如果短期内人民币屈从于这种升值压力而再次升值,我国很可能重蹈日本覆辙,甚至产生更严重的后果。这是由于日本在1986年以前,股市和房市还是较为健康的,而我国房地产价格已经经历了近6年快速上涨,房地产泡沫已经够大,短期内具有自我强化的功能。此外,我国经济

和上世纪 80 年代中期的日本相比,对货币升值的承受能力更低。上世纪 80 年代日本已成为世界最发达的国家之一,企业在资本、技术和管理方面的国际竞争能力很强,出口商品主要是高附加值产品。而目前我国经济发展水平并不高,出口商品多属于劳动密集型产品,企业主要依靠廉价的劳动力参与国际竞争。因此,在我国当前抑制人民币升值和房地产泡沫目标冲突的情况下,货币政策的选择应更加倾向于抑制泡沫的内部均衡目标。这种倾向并非意味着施行紧缩性的货币政策,而是强调不应单为外部均衡而采取扩张性货币政策。如果人民币还要进一步升值,更应该在其升值以前使房价回归合理,避免人民币升值后导致房价更快上涨。

2.对我国货币政策的建议。(1)增强央行独立性和权威性。中央银行独立性不强是当时日本和目前我国所面临的相似的制度背景。鉴于日本的教训,同时也是从我国经济的长远健康发展出发,我国应加强中央银行的独立性和权威性。(2)灵活的汇率制度。当前尽管我国已开始对汇率制度进行改革,汇率的灵活性在增强,但这毕竟非一日之功能够实现。因此,宜一方面继续稳妥推进汇率制度改革;另一方面,加紧培育国债市场,扩大中央银行冲销干预的效果,避免基础货币大量的被动增加。(3)创造条件应用市场化工具,盘活央行资产存量。由于历史遗留问题,人民银行的资产绝大部分为非流动资产,这为它灵活自如地运用市场化政策工具实行货币政策操作带来极大的困难。比如在这几年的货币政策操作中,央行被迫频繁使用行政手段和非市场化工具(通知、法定准备金率等)来努力达到政策目的,这显然与中央银行从直接调控转向间接调控的大方向相悖。因此有必要加快央行政策手段的市场化进程和优化央行的资产结构。(4)政府各部门应明确分工,各司其职,政策搭配,互相协调。房地产业的产业链非常长,涉及经济社会的方方面面。2003 年至今的调控实践表明,仅靠央行一家来调控房地产价格是不行的,政府应明确房地产价格调控的主导部门(如央行或发改委等),土地、税收、建设、商务等部门有责任予以配合,避免在调控过程中出现扯皮,甚至在政府内部出现不同的声音而导致政策失效的现象。

据悉,目前澳大利亚的大量资金已开始涉足上海房地产市场,投资回报率是澳大利亚的两倍;美国投资商在印度恶炒房地产,一英亩土地的价格在 8 个月内就由 5450 万美元上涨到 9450 万美元。这些国外地产界的动向,提醒我们必须警惕房地产经济中的泡沫现象,及早制定货币政策上的有效应对策略。

(作者单位:周世成,浙江财经学院金融学院;李鹏,福建省厦门大学金融系)



## 走向知识经济

河北邯郸/孟祥生

现在流行三句话:个人没有知识要下岗,企业没有知识要破产,国家不搞知识经济不能振兴。东南亚金融风波使我们吃惊:为什么发展正盛的“东南亚奇迹”一下子陷入困境?其实,前几年就有人指出:东南亚的经济发展高速度依靠大量投入,没有着力于提高科技含量,提高要素生产率,这种发展方式是难以为继的。不幸被言中对我们却很有启发。也有人说:不管我们经济总量有多大,如果信息产业(电子工业)落后于世界水平,就不能称做真正的现代化。

有人认为,我们已经以科技创新兴市为主体战略,与知识经济是相通的、一致的。这话不错,但不完整。科技创新兴市可以包括在知识经济内,但是不能包括或替代知识经济;相反,知识经济可以包括科教兴市,又限于科教兴市。因为从经济发展的阶段看,生产要素的主力传递顺序是:从劳动力、土地、资本、技术到比技术更大、更高的知识。知识不仅是一种生产要素,而且还对其他生产要素起着效率和效益的乘数作用。强调知识经济,不否定科教兴市战略,但是却可以在科教兴市的战略基点上深化一步,把整个发展战略转移到知识经济的轨道上来。过去讲提高科技含量,主要指生产和产品;现在讲提高知识含量,就扩散和渗透到整个经济领域。讲经济发展的新增长点,归根到底在科技,也可以说是在知识。这与转变经济增长方式,从粗放型到集约型,关键是提高全要素生产率也是相通的。